

Geschreven op 4 juli 2023

# MARKET OVERVIEW

Door Dominique Marchese, Head of Equities &amp; Fund Manager

## HET GLAS IS HALFVOL

De aandelenmarkten sloten de eerste jaarhelft eerder optimistisch af. Amerikaanse aandelen blijven vooral stijgen dankzij grote technologieaandelen, ondersteund door de opmars van generatieve artificiële intelligentie (AI). De marktdiepte verbeterde echter in de laatste paar sessies van juni: positieve economische verrassingen stuwden de markt naar een betere prestatie na enkele maanden van apathie. De Wagner-episode in Rusland heeft weinig invloed gehad op het vertrouwen van beleggers, die gericht blijven op de evolutie van desinflatie en monetair beleid. De Europese en Japanse aandelenmarkten laten zich niet uit het lood slaan. Ondanks de hoge waarderingen en een onzekerder macro-economisch scenario in de tweede jaarhelft lijken beleggers het glas liever als half vol te zien.

## DESINFLATIE EN MONETAIR BELEID

Het desinflatieproces zette zich door. De scherpe daling van de energieprijzen gevolgd door een daling van de voedselprijzen (essentieel voor de verwachtingen van de huishoudens) is duidelijk de bepalende factor. **De onderliggende inflatie blijft echter een pijnpunt voor centrale bankiers.** In de eurozone voorspelt de Europese Centrale Bank (ECB) nu een inflatie exclusief energie- en voedselprijzen van 5,1% in 2023 (tegen +3,9% in 2022), een stijging van respectievelijk 50 basispunten (0,5%) en 90 basispunten ten opzichte van haar eerdere ramingen in maart en december. De schatting van de headline inflatie is echter 90 basispunten lager dan de prognose van +5,4% aan het begin van het jaar (+8,4% in 2022), voornamelijk door het einde van de energiecrisis. In juni bedroeg de headline en kerninflatie respectievelijk 5,5% en 5,4%. **Terwijl de goederenprijzen fors zijn gedaald dankzij de matiging van de eindvraag en de bijna volledige normalisering van de bevoorradingsketens** (einde van de bevoorradingschok, prijzen van niet-energiegrondstoffen met 40% gedaald sinds hun piek in 2022, daling van de zeevrachtprijzen), **blijven de prijsstijgingen in de dienstensector aanhouden, vooral in Europa.** Deze situatie is niet abnormaal, aangezien deze economische activiteiten na de productiesectoren mooi zijn opgeveerd in de nasleep van de gezondheids crisis. In de Verenigde Staten lijkt de onderliggende inflatie af te stevenen op 3%, dankzij de vertraging van de huurprijzen (deze component is goed voor een groot deel van de prijsindices), die uit de pas lopen met de huizenprijzen. We merken op dat de inflatieverwachtingen van economische agenten redelijk goed verankerd zijn, wat aangeeft dat de centrale banken geloofwaardig blijven. **De loondruk bedraagt echter nog steeds bijna 4% per jaar** (door de kracht van de arbeidsmarkten), wat bij gebrek aan productiviteitswinsten moeilijk te rijmen valt met een terugval naar 2% inflatie op de langere termijn, de doelstelling van de ECB en de Federal Reserve (Fed). De centrale banken zullen daarom de arbeidskosten per eenheid product (de verhouding tussen arbeidskosten en productiviteit) met argusogen opvolgen.

**Wat kunnen we de komende maanden verwachten van de centrale banken? We mogen niet vergeten dat de kredietvoorwaarden doorgaans zijn verkrappt** (met een sterke stijging van de kost van kapitaal en een grotere selectiviteit van de kredietverstrekkers). In de eurozone is de groei van het bankkrediet gedaald tot nul, wat duidelijk wijst op een scenario van trage economische groei in de komende maanden. De vastgoedmarkten en de bouwsector zijn kwetsbaar. In de Verenigde Staten verklaren de crisis bij de regionale banken die leningen verstrekken aan kleine bedrijven en het hoge gewicht van commercieel vastgoed de voorzichtigere houding van de Federal Reserve, die nu ongetwijfeld dichterbij zijn eindrente zit (5-5,25% voor *Fed funds* vandaag). Toch is de Fed nog steeds van mening dat er nog twee renteverhogingen (van elk 25 basispunten) nodig zijn en sluit ze een zogenaamde pivot in de tweede helft van het jaar (monetaire versoepeling) voorlopig uit. **De voorzichtige houding van de Amerikaanse centrale bank over de economische gevolgen van krappere financiële voorwaarden wordt daarom gecompenseerd door haar voortdurende waakzaamheid over het desinflatieproces.** De recente positieve economische verrassingen, die kunnen worden verklaard door de sterke arbeidsmarkt, het vermogen van bedrijven om macro-economische schokken op te vangen dankzij hun hoge winsten en consumenten die hun spaargeld inzetten dat ze tijdens de gezondheids crisis hebben opgebouwd, verhullen ongetwijfeld tot op zekere hoogte de kwetsbaarheid van de Amerikaanse economie. De Fed is zich daar echter van bewust en het rechtvaardigt de aangekondigde pauze in het verkrapingsbeleid.

Aan de kant van de ECB hebben de "haviken" die voorstander zijn van een harde lijn (voortdurende verkraping van het monetaire beleid) nog steeds invloed (zie de laatste opmerkingen van president Christine Lagarde op het ECB-forum in Sintra). Dat doet het risico van een monetaire beleidsfout (goedkeuring van een te krap beleid) toenemen. Meer in het algemeen lijkt het gedrag van de

langetermijnrente echter een afspiegeling te zijn van een consensus dat de monetaire verkrapping in 2023 zal worden afgerond dankzij de bevestiging van het desinflatieproces, gevolgd door een daling van de rente in 2024. De ECB zal waarschijnlijk later handelen dan de Fed,

omdat het desinflatieproces in Europa trager verloopt. Volgens voorspellers van de ECB zal de kerninflatie in de eurozone in 2025 met 2,3% stijgen en in 2024 met nog eens 3%.

## HEBBEN BEURSTRENDS GEEN VOELING MET DE REALITEIT?

In het licht van een vrij onzekere macro-economische omgeving die bijzonder moeilijk in te schatten is, zijn beleggers verrast door de sterkte van de aandelenmarkten. De volledige impact van de verstrakking van het monetaire beleid, ongezien sinds veertig jaar, en de verkrapping van de kredietmarkten in combinatie met een over het algemeen restrictiever begrotingsbeleid wijzen op een eerder trage economische activiteit in de tweede helft van het jaar. Dat volgt op een beter dan verwachte eerste helft onder impuls van de dienstensector (in Europa was de dynamiek, na een korte recessie van beperkte omvang in verband met de energiecrisis, gunstiger in het tweede kwartaal). De economische opleving in China, dat vastzit in zijn structurele problemen, verliest aan kracht. Denk aan het beperkter effect van het stimuleringsbeleid van de overheid en tegenvallende consumentenbestedingen. De enige meevaller is dat de desinflatie aanhoudt, terwijl niemand serieus gelooft in het scenario van een loonprijsspiraal vergelijkbaar met de jaren 1970. Dit is van fundamenteel belang voor de financiële gezondheid en het vertrouwen van huishoudens, waarvan de consumptie een groot deel uitmaakt van het bbp in de westerse landen.

**Hebben de risicovolle activamarkten dus ruimschoots geanticipeerd op het goede nieuws?** De risicopremies op high yield bedrijfsobligatiemarkten zijn historisch laag, de marktvolatiliteit is overal laag en technologieaandelenindices zijn losgekoppeld van de langetermijn reële rente in dollars (rente na verwachte inflatie). Nu de consensusverwachtingen voor de bedrijfsresultaten voor de komende maanden een gebrek aan winstgroei weerspiegelen aan beide kanten van de Atlantische Oceaan, gaan de markten niet langer uit van een grote recessie, maar alleen van een zachte landing voor de economie vóór een opleving volgend jaar. Gewaardeerd tegen 19 keer de geschatte winst voor de komende twaalf maanden, vergeleken met een tienjarig gemiddelde van 17,4 (een periode waarin de reële rente lager was), zijn **Amerikaanse aandelen nu kwetsbaar voor een plotselinge herprijsing van risico door beleggers.**

En terwijl de Amerikaanse economie tot nu toe aan een recessie is ontsnapt, kan hetzelfde niet worden gezegd van de **bedrijfswinsten** (met focus op Wall Street, dat goed is voor 60% van de wereldwijde marktkapitalisatie). In de afgelopen maanden hebben we gemerkt dat de winsten van Amerikaanse bedrijven traag maar zeker zijn genormaliseerd, na de uitzonderlijke periode tijdens de post-Covid herstelfase. Bedrijven hadden handig gebruik gemaakt van de aanbodschock en de vraag naar ongewone goederen om hun verkoopprijzen te verhogen, terwijl de looninflatie lange tijd ver onder de algemene inflatie was gebleven. De situatie is sindsdien fundamenteel veranderd. De standaardisering van waardeketens en het uitblijven van productiviteitswinsten (wat ook kan worden verklaard door de wens van bedrijven om geen personeel te ontslaan), terwijl de

lonen met ongeveer 4% per jaar blijven stijgen, ondermijnen de marges van bedrijven (daling van *de pricing power*). In Q1 was de totale bedrijfswinst al gedaald met 7%, waardoor de nettowinstmarge uitkwam op 11,5%, een daling van 70 basispunten over de afgelopen twaalf maanden. Dit fenomeen treft ook de technologiesector, die te lijden heeft onder de daling van de uitgaven aan consumentenelektronica en de vertraging van de investeringen in de cloud, ondanks de opmars van generatieve AI. De winstconsensus verwacht nog steeds een krimp van ongeveer 5% in de totale winst in het tweede kwartaal. **Kortom, de winstdynamiek is niet gunstig.** De recente herstelbeweging van de indexen kan vooral worden verklaard door de plateaufase van de langetermijnrente en de opheffing van een aantal onzekerheden (politiek akkoord over het federale schuldenplafond, minder stress bij de banken). **Tot slot moeten we opmerken dat het vooruitzicht van een verslechtering van de winstgevendheid van bedrijven het pad effent voor een stijging van de werkloosheid en dus een verzwakking van de financiële situatie van de huishoudens. Dat zal de gunstige effecten van de desinflatie op de consumptie gedeeltelijk tenietdoen.**

Ondanks waarschuwingen van sommige grote vermogensbeheerders over een te grote concentratie op de aandelenmarkten, zette Wall Street zijn opmars oort. Maar terwijl **het gewicht van de top 10 Amerikaanse aandelen** - grotendeels dankzij het thema van generatieve AI, dat verantwoordelijk is voor het gros van de beursprestaties in New York sinds 1 januari - **bijna 30% van de markt vertegenwoordigt**, dicht bij de piek tijdens de gezondheids crisis, is **de bijdrage aan de totale winst nu slechts 20%**, vergeleken met meer dan 30% aan het einde van de pandemie. De top 10 wordt gewaardeerd tegen bijna 26 keer de verwachte winst over de komende twaalf maanden, vergeleken met slechts 16 keer voor de rest van de markt, die sinds het begin van het jaar lijdt onder desinteresse van de markt, ondanks enkele tekenen van verbetering in recente handelssessies. Hoewel de zware weging van Wall Street in technologieaandelen niets nieuws is, zijn wij van mening dat de snelle uitrol van AI beleggers noopt tot meer voorzichtigheid. Denk aan de nog grotendeels onbekende gevolgen voor het bedrijfsleven, de duurzaamheid van de concurrentiepositie van bepaalde spelers en de waarschijnlijke aanscherping van de regelgeving die zich zorgen maakt over de ultradominante positie van *hyperscalers* (cloud leaders). **Veel bedrijfsmodellen zullen door AI op hun kop worden gezet, ook die in de technologiesector.**

## CONCLUSIE

In deze fase kunnen we alleen maar onze waarschuwende woorden van vorige maand herhalen, die nog steeds gelden.

De verwachte economische groei in de komende maanden is niet bepaald bemoedigend voor beleggers: de totale winsten zullen slechts licht stijgen, als ze al stijgen, terwijl de piek van uitzonderlijke winstgevendheid die we aan het einde van de pandemie zagen, al lang achter ons ligt. Bedrijven hebben geen moeite gehad om de stijging van hun kosten door te berekenen in hun verkoopprijzen, en in veel gevallen

zelfs meer. De eindconsument, deels geholpen door de staat, betaalde een groot deel van de rekening voor de inflatieschok. In de Verenigde Staten zijn de winstmarges echter al omgeslagen. Ze houden nog steeds stand in Europa, maar lopen achter op de Amerikaanse cyclus. Hoewel de monetaire versoepeling van de Fed welkom is, bieden aandelen op de korte termijn weinig triggers. De obligatiemarkten zijn serieuze concurrenten geworden. **We herhalen onze eerder voorzichtige boodschap en erkennen dat de huidige omgeving sectorspecifieke kansen biedt.**

---

### Disclaimer

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen.

Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen.

Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (tel: +352 26 39 86) of door de website [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu) te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktvolatiliteit. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg. Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

**Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing.**